

## INVESTOR SENTIMENT, EKONOMI MAKRO DAN STOCK MARKET PERFORMANCE

Diyan Lestari

Management, Fakultas Ekonomi, Institut Teknologi dan Bisnis Kalbis

Email: [diyan.lestari@kalbis.ac.id](mailto:diyan.lestari@kalbis.ac.id)

### Abstrak

Indonesia memiliki kondisi ekonomi yang cukup stabil ditunjukkan dengan tingkat pertumbuhan ekonomi sebesar 4,8% di tahun 2015. Hal tersebut memberikan pengaruh pada fluktuasi harga saham. Selain itu, tingkat *consumer confidence index* menggambarkan tingkat sensitivitas para investor dalam mengambil sebuah keputusan investasi yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja saham. Penelitian ini menggunakan data IHSG atau *Indonesia Composite Index* secara time series dari tahun 2001 sampai dengan 2015. Penelitian ini mengindikasikan bahwa *investor sentiment* berpengaruh positif terhadap *stock market performance*.

**Keywords:** *investor sentiment*, ekonomi makro, *stock market performance*

### Latar Belakang

Terdapat banyak bukti bahwa kinerja saham dapat diprediksi. Kesimpulan umum biasanya berasal dari pengujian data secara bulanan (Fama dan French, 1988). Mengacu pada *efficient market hypothesis*, yang secara general mengemukakan bahwa sekuritas sangat efisien dalam merefleksikan informasi mengenai pergerakan saham individu maupun pasar saham secara keseluruhan. Ketika informasi muncul, berita akan menyebar secara cepat dan akan berpengaruh terhadap harga saham tanpa adanya penundaan (Malkiel, 2003).

Berbagai penelitian berusaha untuk memprediksi kinerja saham. Pada dasarnya, pasar saham sangat reaktif terhadap berbagai informasi yang ada. Lettau dan Ludvigson, 2001 menyatakan bahwa pemahaman mengenai keterkaitan antara variable makro ekonomi dan *financial markets* merupakan *goal* dari *financial economics*. Satu alasan kenapa hal tersebut menjadi kajian yang menarik adalah bahwa *expected excess returns* pada *common stocks* tampak bervariasi pada siklus bisnis. Hal tersebut mengindikasikan bahwa *stock returns* dapat diramalkan dengan menggunakan siklus bisnis pada *cyclical frequencies*. Indikator – indikator keuangan seperti *price to dividends*, *price to earnings* maupun *dividends to earning ratio* mampu memprediksi *excess returns* atas *Treasury-bill rate*. Selain itu, *consumption-wealth ratio* merupakan *predictor* kuat bagi *stock returns* dan *excess returns T-Bill*, dan variable tersebut mampu meramalkan *returns* di masa depan dengan lebih baik baik dalam jangka pendek maupun menengah dibandingkan dengan *dividend yield*, *dividend pay out ratio* dan berbagai variabel peramalan lainnya.

Fama, 1970 menyatakan bahwa harga saham merefleksikan adanya *discounted value* atas *expected cash flow* dan pengaruh dari *irrational market participant* hilang dengan adanya *rational participant*. Adanya opini investor yang sering disebut sebagai *investor sentiment*, biasanya dipengaruhi emosi, mengenai *cash flow* di masa yang akan datang dan *investment risk*, dan hal tersebut akan memberikan temuan baru dalam memecahkan puzzle dalam *finance*. Lingkungan informasi yang lebih kaya dapat memfasilitasi sebaran *investor sentiment* dan aktivitas spekulatif. Hal tersebut juga dapat meningkatkan kualitas informasi para investor dan secara rasional, investor akan kurang terpengaruh oleh sentiment (Chang et

al, 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Oprea dan Brad, 2014 menyatakan adanya pengaruh investor sentiment individu terhadap harga saham yang terdaftar pada Romanian Stock Market, peningkatan optimisme investor individu akan memicu kenaikan harga saham dan sebaliknya, ketika para investor lebih pesimis, akan memicu penurunan harga saham.

Beberapa penelitian berusaha untuk menjelaskan adanya *asset pricing anomalies* melalui psikologi investor. Liston dan Huerta, 2012 menjelaskan mengenai pengaruh investor sentiment terhadap *returns* dan volatilitas pasar saham di Mexico. Hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa perubahan positif pada investor sentiment akan memicu adanya *returns* yang lebih tinggi dan sebaliknya. Schmeling, 2009 menemukan bahwa ketika investor sentiment tinggi, return saham cenderung lebih rendah dan sebaliknya. Hal tersebut berlaku untuk *returns* dari *value stock*, *growth stocks*, *small stocks* dan untuk periode *forecasting* yang berbeda. Dengan menggunakan data cross section, stock returns lebih tinggi bagi Negara – Negara yang memiliki integritas pasar yang lebih rendah dan yang memiliki budaya perilaku yang cenderung lebih rentan dan *overreaction*.

Pasar saham, merupakan sebuah pasar yang terkait dengan perubahan sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan go public yang mencerminkan kinerja sebuah perekonomian. Sebagai sebuah institusi ekonomi, pasar saham berperan utama dalam meningkatkan efisiensi informasi dan alokasi. Secara keseluruhan, perkembangan perekonomian merupakan fungsi mengenai bagaimana kinerja pasar saham. Terdapat indikasi bahwa variable – variable makro ekonomi berpengaruh terhadap volatilitas return saham (Kirui et al, 2014).

Salah satu cara untuk mengkaitkan variable ekonomi makro dan stock market return adalah melalui arbitrage pricing theory (APT) yang dikemukakan oleh Ross, 1976. Dalam APT, di mana berbagai faktor risiko dapat menjelaskan tingkat returns. Dengan menggunakan framework dari standard discounted value model, Humpe dan Macmillan, 2007 meneliti mengenai keterkaitan variable – variable ekonomi makro yang berpengaruh terhadap harga saham di Amerika Serikat dan Jepang. Di Amerika, industrial production dan money supply berpengaruh positif terhadap harga saham, sedangkan consumer price index dan interest rate berpengaruh negative terhadap harga saham. Di Jepang, industrial production berpengaruh positif terhadap harga saham, sedangkan money supply berpengaruh negative terhadap harga saham.

Paper ini meneliti mengenai pengaruh individual investor sentiment dan variable – variable ekonomi makro terhadap harga saham pada Indonesian Stock Exchange.

## **Literature Review dan Pengembangan Hipotesis**

### **Investor Sentiment**

Investor sentiment, didefinisikan sebagai kecenderungan para investor untuk melakukan spekulasi. Attitude ini sering dikaitkan dengan psikologi dari para investor (Chowdhury et al., 2014). Dalam kondisi yang positif, para investor akan mengikuti strategi investasi rutin mereka, sedangkan dalam kondisi negative, mereka akan mengambil keputusan dengan lebih banyak pertimbangan dan analisis (Schwars, 2002). sementara, Brown dan Cliff, 2004 mendiskripsikan sentiment sebagai ekspektasi dari *market participant* terhadap sebuah norma. Rata – rata investor merupakan zero sentiment person, sedangkan bullish (bearish) investor mengharapkan returns yang lebih tinggi (lebih rendah) dibandingkan dengan rata – rata investor. Sentiment yang tinggi dapat mendorong harga saham jauh dari nilai fundamentalnya.

John Maynard Keynes, 1936 menulis bahwa pasar adalah subjek dari gelombang sentimen optimis dan pesimis. Jika pasar modal selalu efisien, sentiment bukan menjadi hal yang berarti. Sebuah pasar yang efisien didefinisikan sebagai pasar di mana harga asset selalu merefleksikan penuh semua informasi yang tersedia (Fama, 1970). Ketika tidak terdapat

informasi yang relevan, harganya tidak bereaksi dan tidak mengalami perubahan. Dalam pasar yang efisien, tidak ada investor yang mampu untuk memperoleh abnormal returns secara konsisten dalam cara yang sistematis (Bank dan Brustbauer, 2014).

Sesuai dengan definisi bahwa *investor sentiment* merupakan kecenderungan untuk berspekulasi, maka sentiment akan memicu keinginan untuk speculative investment. Apa yang membuat beberapa saham lebih rentan terhadap kecenderungan berspekulasi? Baker dan Wurgler, 2006 menyatakan ada faktor utama adalah penilaian yang subjektif. Kurangnya *earnings history* yang dikombinasikan dengan adanya peluang *growth opportunities* yang tidak terbatas memungkinkan para investor yang tidak canggih cenderung defensif. Selama *bubble period*, ketika kecenderungan untuk berspekulasi tinggi, karakteristik ini juga memungkinkan *investment banker* untuk melakukan evaluasi. Ketika sebaliknya, nilai perusahaan dengan *earnings history*, *tangible assets*, dan *stable dividends* kurang subjektif, dan oleh karena itu saham tampaknya kurang dipengaruhi oleh fluktuasi kecenderungan untuk melakukan spekulasi.

Dengan menggunakan *consumer confidence index* sebagai proxy bagi investor sentiment. Hasilnya menunjukkan bahwa investor sentiment memiliki pengaruh yang signifikan pada saham – saham kecil, akan tetapi tidak berpengaruh terhadap sepuluh saham terlikuid di Romania (Oprea dan Brad, 2014).

H1: Terdapat pengaruh positif antara *investor sentiment* terhadap *stock market performance*

### **Macroeconomic variables dan Stock Market Returns**

Pasar saham sangat reaktif dengan perubahan informasi, terutama yang terkait dengan kondisi ekonomi. Selain itu, pasar saham merupakan cerminan dari kinerja perekonomian suatu Negara. Pasar saham memerankan peranan untuk meningkatkan efisiensi alokasi dan pembentukan permodalan. Oleh karena itu, secara keseluruhan, pengembangan perekonomian adalah fungsi tentang kinerja pasar saham. Berbagai bukti empiris menunjukkan bahwa pengembangan pasar modal sangat penting bagi pertumbuhan ekonomi (Ashaolu dan Ogunmuyiwa, 2011).

Kebanyakan, perekonomian di Afrika sangat rentan baik dengan adanya *shocks* internal dan eksternal terkait, faktor – faktor ekonomi makro berpengaruh terhadap *investment returns* di Negara – Negara Afrika. Hubungan antara variabel ekonomi makro dan *stock returns* telah banyak diteliti seiring dengan adanya asumsi *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menyatakan bahwa ketidakpastian mengenai harga saham di masa depan merupakan risiko yang sangat diperhatikan oleh para investor (Sharpe, 1964). Para investor juga memperhatikan mengenai risiko – risiko lain yang mempengaruhi kesempatan investasi dan *investment returns*. Sebagai contoh, ketidakpastian mengenai variabel – variabel ekonomi makro seperti *Gross Domestic Product*, *Inflasi*, *exchange rates*, *money supply*, *interest rate* dan risiko – risiko lainnya. Hasil penelitian menyatakan bahwa *exchange rate* merupakan variabel yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Untuk setiap peningkatan 1% pada penurunan *domestic currency*, model memprediksikan adanya penurunan pada *stock returns* sebesar 1,4%. *Gross Domestic Product*, *Inflasi* dan tingkat *Treasury Bill* mengindikasikan pengaruh yang tidak signifikan. Pengaruh adanya guncangan variabel ekonomi makro adalah negative, akan tetapi selanjutnya akan mencapai keseimbangan baru kembali (Kirui et al, 2014).

Uwubanmwun dan Eghosa, 2015 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negative akan tetapi cukup lemah terhadap *stock return*, sehingga inflasi bukanlah *strong predictor* bagi *stock returns* di Nigeria. Dengan menggunakan data bulanan dari periode 1995 sampai dengan 2010, *Nigerian Stock Exchange*, hasil penelitian pemerintah harus memastikan untuk menstabilisasi inflasi dan menetapkan administrasi pajak yang sesuai dengan melihat adanya

pola teknikal dari stock market dan kebijakan moneter sebaiknya ditujukan untuk kesesuaian harga saham sehingga memberikan keuntungan bagi para investor di Nigeria.

Penelitian lainnya oleh Lettau dan Ludvigson, 2001 mengenai peranan fluktuasi dalam aggregate consumption-wealth ratio untuk memprediksi stock returns. Menggunakan stock market data Amerika Serikat, ditemukan bahwa fluktuasi pada consumption-wealth ratio merupakan predictor kuat baik untuk real stock returns dan excess returns atas Treasury Bill rate. Selain itu, ditemukan juga bahwa variable tersebut merupakan variable yang lebih baik untuk meramalkan returns di masa depan dibandingkan dengan dividend yield, dividend payout ratio dan variable – variable peramalan lain yang populer.

Volatilitas currency memberikan pengaruh terhadap stock returns. Ketika currency terapresiasi, pada situasi di mana sebuah Negara export-oriented, diharapkan bahwa akan terdapat pengurangan kekompetitifan export-nya, dan oleh karena itu akan berpengaruh terhadap domestic stock market nya. Hal tersebut dikarenakan, export-oriented companies menimbulkan dampak pada stock exchange kurang profitable dan menyebabkan menjadi kurang menarik bagi para investor (Muthike dan Sakwa, 2012). Sebaliknya, jika nilai mata uang terdepresiasi maka export menjadi kompetitif. Fluktuasi pada Kenya shilling berpengaruh terhadap harga saham tergantung apakah nilainya terapresiasi atau terdepresiasi (Kirui et al, 2014).

H3: Terdapat pengaruh negatif antara inflasi terhadap *stock market performance*.

H4: Terdapat pengaruh antara positif *currency* terhadap *stock market performnce*.

### Metodologi Penelitian

Dalam penelitian ini, menggunakan data pada *Indonesia Stock Exchange* (IDX) dari tahun 2001 sampai dengan 2015 dan memberikan informasi laporan keuangan yang lengkap. Hal tersebut dikarenakan ingin melihat seberapa besar dampak ekonomi makro terhadap kinerja saham secara keseluruhan. Menggunakan data time series bulanan, dan regresi berganda digunakan untuk menganalisa pengaruh investor sentiment dan makro ekonomi terhadap *stock market performance*.

Variabel *dependent* pada penelitian ini adalah *stock market performance*. Untuk mengukur *stock market performance* (MARKET), penelitian ini menggunakan data IHSG (Index Harga saham Gabungan) atau Indonesia Composite Index yang meng-capture keseluruhan kinerja pasar (Arnes, 2014). Sedangkan variabel independent pada penelitian ini adalah investor sentiment (CCI) yang diukur menggunakan *consumer confidence index* (Oprea dan Brad, 2014), inflasi (INFL) dan currency (CUR) yang merupakan perbandingan antara USD terhadap rupiah (Arnes, 2014).

### Pembahasan

Menggunakan data dari Indonesia Stock Exchange, terdapat 180 observasi dari tahun 2001 sampai dengan 2015. Tabel 1 merupakan data mengenai descriptive statistic.

**Tabel 1 Descriptive Statistic**

Variable	Mean	Median	Maximum	Minimum
MARKET	2427.401	2249.425	5518.67	358.2300
CCI	97.24833	99.50000	120.6	9.600000
CUR	9894.496	9377.745	14622	8204
INFL	7.737333	6.830000	18.38	2.41

Dari data tersebut, dapat terlihat bahwa variable MARKET memiliki mean sebesar 2427,401 dan median 2249,425, nilai maximum 5518,67 dan nilai minimum 358,23. Sedangkan CCI memiliki mean 97,24833, median 99,5; nilai maximum 120,6 dan nilai

minimum 9,6. Nilai mean pada CUR sebesar 9894,496; median 9377,745, maximum 14622 dan nilai minimum 8204. Sedangkan mean dari INFL adalah sebesar 7,737333; median 6,83; maximum 18,38 dan nilai minimum 2,41.

Tabel II menjelaskan hasil regresi antara *investor sentiment*, inflasi dan currency terhadap *stock market performance*.

**Tabel II Hasil Regresi Stock Market Performance**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob	
CCI	47.09215	4.696898	10.02623	0.0001	
INFL	-102.4895	24.27049	4.222801	0.0018	
CUR	0.409824	0.055077	7.440978	0.00011	
R-squared					0.659936
Adjusted R-squared					0.65414

Dari tabel II, dapat dilihat bahwa baik variable investor sentiment, inflasi, dan currency signifikan secara statistik. Berdasar hasil tersebut, investor sentiment berpengaruh positif dan signifikan, yang berarti bahwa semakin tinggi tingkat kepercayaan investor, maka kinerja saham akan semakin baik. Sedangkan inflasi berpengaruh negatif dan signifikan; yang berarti bahwa semakin tinggi nilai inflasi, maka berpengaruh pada harga saham yang rendah. Currency berpengaruh positif terhadap stock market performance. Menguatnya nilai rupiah akan direspon secara positif oleh pasar.

### Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *investor sentiment* dan *currency* terhadap *stock market performance*. Sedangkan inflasi berpengaruh negatif terhadap *stock market performance*. Hal tersebut mengindikasikan, semakin tinggi kepercayaan investor dan kondisi ekonomi makro yang baik akan berpengaruh secara positif terhadap kinerja saham. Untuk penelitian selanjutnya, dapat digali lebih jauh mengenai investor sentiment dan variabel – variabel ekonomi makro.

### DAFTAR PUSTAKA

- Arnes, Sibel Karina. (2014). Impact of Macroeconomic Indicators on Stock Market Performance: The Case of the Istanbul Stock Exchange. Master's Thesis. Copenhagen Business School, Denmark.
- Ashaolu, T. O. dan Ogunmuyiwa, M. S. (2011). An Econometric Analysis of the Impact of Macro Economic Variables on Stock Market Movement in Nigeria. Journal of Business Management, No. 3, No.1, pp 72-78.
- Baker, Malcolm dan Wurgler, Jeffrey. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section. The Journal of Finance, Vol LXI, No. 4, pp 1645-1680.
- Bank, Matthias dan Brustbauer, Johannes. (2014). Investor Sentiment in Financial Market. Working Paper
- Brown, G. W., dan Cliff, M. T. (2004). Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market. Journal of Empirical Finance 11, pp. 1-27.
- Chang, Y. Y., Faff, R., dan Hwang, C-Y., (2009). *Does investor sentiment impact global equity markets?* Working Paper.



- Chowdhury, Shah Saeed, Sharmin, Rashida, dan Rahman, M. Arifur. (2014). *Effect of Sentiment on the Bangladesh Stock Market Returns*. EBES Conference.
- Fama, E.F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, Vol. 25, pp.383-417.
- Fama, Eugene dan French, Kenneth R. (1988). *Dividend Yields and Expected Stock Returns*. Journal of Financial Economics 22, pp 3-25. North-Holland.
- Humpe, Andreas dan Macmillan, Peter. (2007). Can Macroeconomic Variables Explain Long Term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan. Working Paper.
- Lettau, Martin dan Ludvigson, Sidney. (2001). *Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns*. The Journal of Finance, Vol LVI, No.3.
- Liston, Daniel Perez dan Huerta, Daniel. (2012). *Does Investor Sentiment Affect Mexican Stock Market Returns and Volatility?*. The Global Journal of Finance and Economics, Vol. 9, No.2, pp. 121-132.
- Keynes, JM. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Harcourt Brace and Co. New York.
- Kirui, Evans, Wawire, Nelson dan Onono, Perez. (2014). *Macroeconomic Variables, Volatility and Stock Market Returns: A Case of Nairobi Securities Exchange, Kenya*. International Journal of Economics and Finance, Vol. 6, No.8, pp 214-228.
- Malkiel, G. Burton. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. CEPS Working Paper, No. 91.
- Muthike, S.W. dan Sakwa, M.M. (2012). *Can Macroeconomic Indicators be Used as Predictors of the Stock Exchange Index Trends? A Look at the Nairobi Stock Exchange*. In Scientific Conference Proceedings. Retrieved from [learning.jkuat.ad.ke/journals/ojs/index.php/jscp/article/view/731](http://learning.jkuat.ad.ke/journals/ojs/index.php/jscp/article/view/731)
- Opera, Dragos Stefan dan Brad, Laura. (2014). *Investor Sentiment and Stock Returns: Evidence from Romania*. International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No.2, pp. 19-25.
- Ross, S.A. (1976). *Investor Sentiment and Stock Returns: Some International Evidence*. Journal of Empirical Finance, Vol. 16, No. 3, pp 394-408.
- Schmeling, Maik. (2009). *Investor Sentiment and Stock Returns: Some International Evidence*. Journal of Empirical Finance, vol. 16, No. 3, pp 394-408.
- Schwars, N. (2002). *Situated Cognition and the Wisdom of feelings: Cognitive Tuning*. Manuscript of a Chapter in L. Feldman Barret & P. Salovey (eds.), *The Wisdom in Feeling* (pp.144-166). Guilford Press, New York.
- Sharpe, W.F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. The Journal of Finance, Vol 19, No. 3, pp 425-442.
- Uwubanmwun, Ahmed dan Eghosa, Igbinovia L. (2015). *Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market*. International Journal of Business and Social Science, Vol. 6, No. 11, pp 155-167.
- [www.tradingeconomics.com/indonesia/currency](http://www.tradingeconomics.com/indonesia/currency)